

国际宏观年报

2021 年 3 月 1 日

中诚信国际
国际宏观

疫情下的分化与重塑

2020 年国际宏观经济分析及 2021 年展望

概述

目录

概述	1
大宗商品价格走势	3
发达经济体表现	4
新兴经济体表现	11
全年经济展望	15

2020 年新冠疫情的爆发对全球经济产生了深远的影响，其发展的速度以及对经济的创伤超出预期。疫情产生的封锁和经济停滞大幅削弱了全球消费和投资，外部需求的疲弱及大宗商品价格的走低也广泛冲击了贸易及进出口。发达经济体在此次疫情中遭受重创，其中欧美是此次疫情的重灾区，经济陷入严重衰退；疫情和脱欧的双重打击导致英国经济衰退程度高于欧盟，且经济预期不振。新兴经济体经济普遍下滑严重，各新兴经济体受疫情冲击的程度由于经济结构和财政基础实力的差异而明显分化。

展望 2021 年，随着疫苗的逐步落地以及政策的持续性支持，预计全球经济将实现复苏，但由于各国自身经济结构的差异、疫情前发展趋势、政策空间及改革进程的不同，疫情后各经济体的复苏进程将呈现分化态势。发达国家普遍采取了大规模的刺激政策，且在疫苗研发和普及上存在优势，预计发达国家整体复苏速度将领先新兴市场和发展中国家。新兴市场和发展中国家在疫情冲击下的经济表现和疫后复苏态势出现明显分化；部分国家由于政治风险加剧、结构性改革受阻，经济恢复的难度显著增加，陷入经济萎缩与结构性矛盾交替影响的恶性循环。

2021 年，全球范围内的超宽松货币政策仍将持续，叠加大规模的财政刺激，全球债务水平将维持高位，从债务角度需重点关注疫情前已进入经济放缓通道、政策空间不足且外部风险敞口较大的国家。发达经济体的融资环境应大致维持在当前水平，新兴市场和发展中经济体的融资环境将逐步改善，但内部将出现明显分化。个别本身债务高风险高的国家外部融资环境仍旧受限，由于债务成本高企、复苏动能薄弱，南非和巴西等国家发生主权债务危机的风险正在上升。此外，宽松政策在短期内对全球金融市场起到明显提振，但在长期内不利于全球金融市场的稳定性。美联储的大放水导致债务规模加速攀升，并将在更长期限内逐步削弱美元实力，对于全球金融系统的稳定性带来一定冲击。同时，随着信用风险上升、银行资产质量及盈利能力下行，全球银行业风险亦值得关注。

中诚信国际认为，在全球政治格局日益复杂、中美对峙格局常态化的大背景下，经济走势的分化叠加政治阵营的重塑，将深刻地改变后疫情时代的国际社会。疫情前本就分化的全球经济将在遭受疫情的冲击后进一步加速分化和重组。在此背景下，区域化贸易或成为全球贸易发展的新趋势，或为疫后各国经济复苏带来新动能。此外，大力发展绿色低碳经济成为后疫情时代各国经济发展的新共识，而“一带一路”的战略意义在疫情后也将更加凸显，RCEP 以及 CAI 的签署以及绿色“一带一路”的推进有望为全球经济增长提供新机遇。

联络人

作者

国际业务部

王家璐 010-66428877-451
jlwang@ccxi.com.cn

于嘉 010-66428877-242
jyu@ccxi.com.cn

张晶鑫 010-66428877-243
jxzhang@ccxi.com.cn

徐祯震 010-66428877-246
zhtxu@ccxi.com.cn

杜凌轩 010-66428877-279
lxdu@ccxi.com.cn

朱琳琳 010-66428877-282
llzhu@ccxi.com.cn

其他联络人

国际业务部总经理

张婷婷 010-66428877-203
ttzhang@ccxi.com.cn

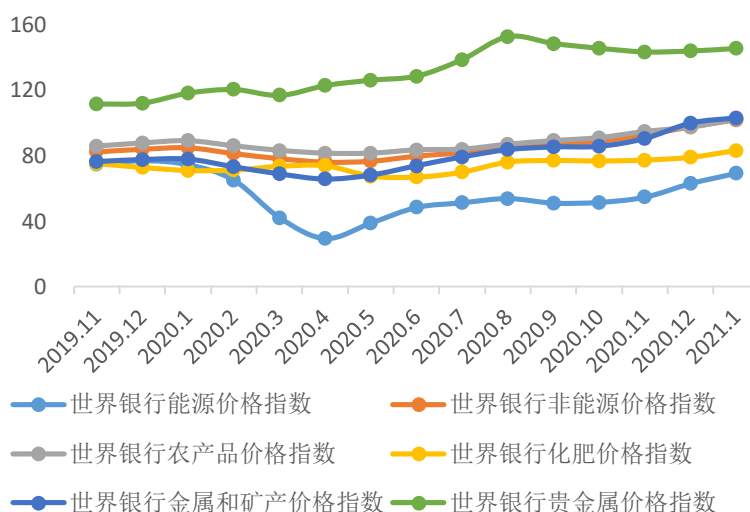
VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

全球大宗商品上半年弱势运行能源领跌 下半年步入缓慢复苏

2020年，经过早些时候因新冠疫情来袭和一系列风险事件冲击而不同程度下跌之后，几乎所有大宗商品价格在下半年均出现反弹。全年来看，世界银行能源价格指数为52.44，较上年76.33降幅达31.30%，为连续两年下行。分阶段来看，年初疫情爆发和蔓延下全球经济活动大幅中断造成能源价格走势整体下探，于二季度在若干超预期事件的扰动下进入深跌区域，原油均价指数由1月的61.63急速下行至4月的21.04，于6月起在OPEC+大幅减产的支持下以40为中枢震荡，但疫情再企使得价格复苏在9月陷入停滞。12月，该指数攀升至50附近，较4月低点已经上涨了一倍，但仍比大流行前的水平低三分之一；同期天然气指数月度均价则由1月的48.52波动下行，于6月创下34.05的年内低点后较快反弹，12月录得72.14，为数年来高点。WTI和布伦特原油期货指数均值全年跌幅分别为31.05%和33.91%，而二季度环比重挫分别达39.57%和37.82%。非能源价格方面，2020年世界银行非能源价格指数为85.01，同比增长3.44%。金属和矿产全年指数收涨1.50%，月度来看亦经历了与能源均价指数类似的走势，由于中国工业活动的增长快于预期，金属价格由4月低点迅速反弹。贵金属方面，全年均价指数增幅达27.27%，其中金价指数增幅为27.17%，系避险投资需求推动所致，月度均价则增幅达25.6%¹；农产品全年价格指数上升5.03%，升幅为所有非能源指数中最大，其中，由于食用油产量不足驱动食品价格上涨，食用油和膳食涨幅达16.69%，而食品大类录得6.92%的全年增幅；由于原油深跌的影响传导至化工板块，同期化肥价格指数下跌达9.61%。

图3：世界银行大宗商品价格指数



数据来源：世界银行，中诚信国际整理

¹ 由 2019 年 12 月的 1479.13 上行至 1858.42

展望2021年，美元结构性疲软逻辑未改，而全球宽信用下经济正增长的前景较为明确，在此背景下大宗商品具有较大复苏空间。价格预测的不确定来源主要为疫情的持续时间，包括北半球第二波疫情演绎程度以及疫苗开发和分发的速度。COVID-19大流行造成全球大宗商品市场景气度下行的同时，对大宗商品出口国的政策制定者亦构成短期内实施政策刺激缓冲疫情影响以及中长期内实现经济平稳调整的挑战。从商品价格冲击的持续时间来看，工业商品市场主要受暂时性冲击，而农业商品市场主要受永久性冲击。细分来看，由于需求缓慢复苏的同时供应限制逐步放松，2021年油价应从目前水平逐渐上涨，世界银行的全年平均价格预测为44美元/桶，高于2020年41美元/桶的均价估计。受全球经济复苏和中国持续刺激的推动，预计金属价格2021年将小幅上涨2%。考虑到全球经济衰退持续时间长于预期等因素，这一前景的风险偏向上行。预计2021年农产品价格将小幅上涨1%，但供应链中断和边境关闭扰动或造成部分新兴市场和发展中国家对粮食安全的担忧加剧，特别是南亚和东亚的食品价格已出现飙升。

发达国家经济遭受重创，2021年有望温和复苏

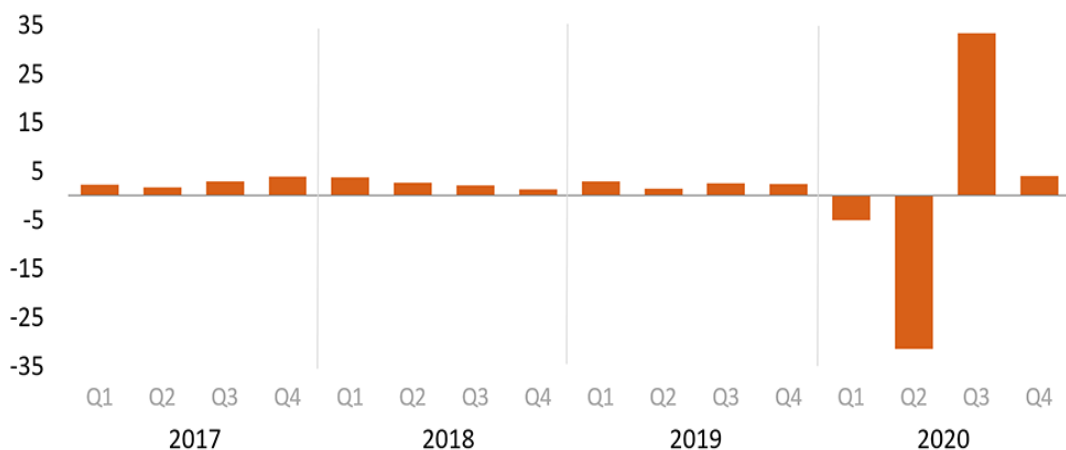
发达经济体在此次疫情中遭受重创，随着疫苗接种加速以及大规模刺激政策的落地，预计2021年美日欧经济将逐步复苏。发达国家由于普遍采取了大规模的刺激政策，且在疫苗研发和普及上存在优势，预计整体复苏速度将领先于新兴市场和发展中国家。美国是此次疫情的重灾区，2020年，疫情严重冲击了美国的生产及消费活动，导致全年GDP萎缩3.5%，是1946年以来的最大降幅。拜登上台有助于提振美国经济，2021年，若疫情能得到有效控制，在新一轮的财政刺激下美国经济有望在下半年加速复苏，收复疫情带来的经济损失，全年经济或将反弹4%。疫情导致欧盟经济陷入严重衰退，2020年萎缩6.4%，其中德国和法国经济分别萎缩5.0%和8.3%。2021年，欧盟经济将缓慢复苏，增速预计在5%以下。疫情和脱欧的双重打击导致英国经济衰退程度高于欧盟，预计2021年增速将在3.5%以下。2020年日本经济遭受疫情重创大幅萎缩。受紧急状态解除叠加大规模刺激措施影响，日本经济自三季度起逐步从深跌中复苏，但内需依然疲软，预计2021年日本将实现3%左右的经济增长，复苏程度料将非常温和。

美国经济2020年萎缩3.5%，在大规模刺激政策下有望逐步复苏

2020年，在美国经济进入下行周期的背景下，疫情严重冲击了美国的生产及消费活动，导致2020年全年GDP萎缩3.5%，是1946年以来的最大降幅，也打破了美国经济连续11年增长的势头。疫情对于美国经济的冲击于三月开始，随着各州陆续颁布“居家令”和保持社交距离等限制措施，第二季度美国经济创纪录萎缩31.4%。

随着各州5月、6月陆续重启经济、复工复产，加上联邦政府财政纾困的支持，美国经济在第三季度大幅反弹33.4%；但由于疫情出现反复，加之缺乏财政援助，第四季度美国经济增速放缓至4%。全年来看，除了楼市和政府采购之外，几乎每个领域都出现萎缩。占美国经济总量三分之二的个人消费支出下降3.9%，是1932年以来的最差表现；企业投资和出口也遭受冲击，全年固定投资下降1.8%，出口下降13%。由于餐馆、酒吧和旅馆等服务行业损失惨重，大量工作岗位流失，低收入者受到的打击尤其严重。2020年底，美国失业总人口约有1800万，且劳动力市场复苏速度不及预期。2021年，随着疫苗接种加速，疫情有望在下半年得到基本控制，在新一轮的财政刺激下预计美国经济全年将反弹4%，个人消费以及固定投资的增长将成为推动经济复苏的主要因素。

图4：美国GDP季度增速（环比年化，%）



数据来源：美国经济分析局，中诚信国际整理

为应对经济衰退，美国财政、货币政策将维持鸽派基调。财政政策方面，2020年美国已经推出了5轮财政救济法案，总规模超过3.6万亿美元。1月14日，拜登宣布了1.9万亿美元的财政救助计划，但该提议在国会两党间仍存在一定分歧，最快将于三月开始施行。拜登推出大规模的刺激法案，意味着联邦政府支出将大大增加，进而导致美国财政赤字及政府债务规模进一步扩大。美国预算赤字已再度创下新高，美国财政部1月13日公布的数据显示，疫情期间联邦政府支出大幅增加且税收收入大幅下降，美国2020财年的预算赤字同比上涨200%，达到了3.1万亿美元的历史高点。同时，美国联邦债务已经接近28万亿美元，约是2020年GDP的134%，70多年来联邦债务首次超过了整个财政年度的经济规模。货币政策方面，为应对经济衰退及金融市场波动导致的流动性危机，美联储降息至接近零的水平，并启动开放式量化宽松计划，加码向全球提供美元流动性。量化宽松对缓解通缩预期和市场流动性风险起到积极作用，但大幅降息压缩了后续货币政策空间，并导致

美联储急剧扩表。由于美国经济仍处于艰难时期、就业市场复苏步伐放缓，预计未来一段时期内美联储政策仍将保持宽松基调。美联储主席鲍威尔表示，当疫情危机结束后，美联储才会考虑相关政策调整，逐渐缩减资产购买计划。虽然刺激性的财政、货币政策干预短期缓解了金融市场动荡，但经济放缓叠加大规模刺激政策导致美债规模攀升，并将在更长期限内削弱美元实力，对于全球金融系统的稳定性带来一定冲击。

拜登上台有助于提振美国经济；在税收、移民和气候变化等方面扭转政策，而在贸易政策上维持了保护主义的主基调。1月20日，拜登在华盛顿宣誓就职，正式成为美国第46任总统。拜登在其上台的第一天就签署了美国重返《巴黎协定》的行政命令，重新实施环保管制。拜登提出救助、复苏“两步走”计划，为美国家庭、企业、地方政府等提供资金援助，通过投资基础设施、清洁能源、研发创新等推动经济复苏。在拜登公布的1.9万亿美元的经济救助计划中，约4000亿美元将用于抗击疫情，约1万亿美元将为受疫情冲击的美国家庭提供经济纾困，约4400亿美元为小企业、州和地方政府等提供援助。拜登的财政政策提案将为美国经济复苏提供助推剂。从贸易政策来看，拜登的贸易政策不会像特朗普那么激进，但仍将延续对华贸易保护主义政策。拜登承诺修复与传统盟友的关系，以共同向中国施压。预计拜登将在第一个任期内取消对中国以外国家进口钢铁和铝等产品加征的关税。迫于来自民主党的压力，大多数针对中国商品的关税可能仍将维持。此外，疫情及选举期间两党分裂加剧对政府效率及政策延续性带来一定负面影响，增加了政策推行的难度。

总体来看，在美国经济进入下行周期的背景下，新冠疫情的爆发对生产及消费活动造成的严重冲击加剧了经济放缓趋势，导致美国经济出现大萧条以来最严重的收缩。2021年，随着疫苗接种加速，疫情在下半年得到基本控制的可能性较大，在新一轮的财政刺激下美国经济全年或将反弹4%，有望于下半年收复疫情带来的经济损失。但在疫情冲击下，收入分配不平等和发展空间不平衡的问题再次凸显，助推民粹主义思潮以及政治动荡，导致民权运动持续发酵。美国两党分裂、民粹主义等深层问题凸显，对其经济前景形成抑制，且美国财政实力面临持续恶化，加剧了金融体系的脆弱性，并在中长期动摇美元全球最主要货币的地位，进而对美国及全球金融体系产生更加深远的影响。

2020年欧盟和英国经济陷入严重衰退，预计2021年欧洲经济将缓慢复苏

新冠疫情导致2020年欧盟经济陷入严重衰退，2020年欧盟经济萎缩6.4%，其中德国和法国经济分别萎缩5.0%和8.3%。欧洲是新冠疫情的重灾区，2020年欧盟确诊病例数量超过1500万。为应对疫情，3月开始欧盟各国均采取了较为严格的封

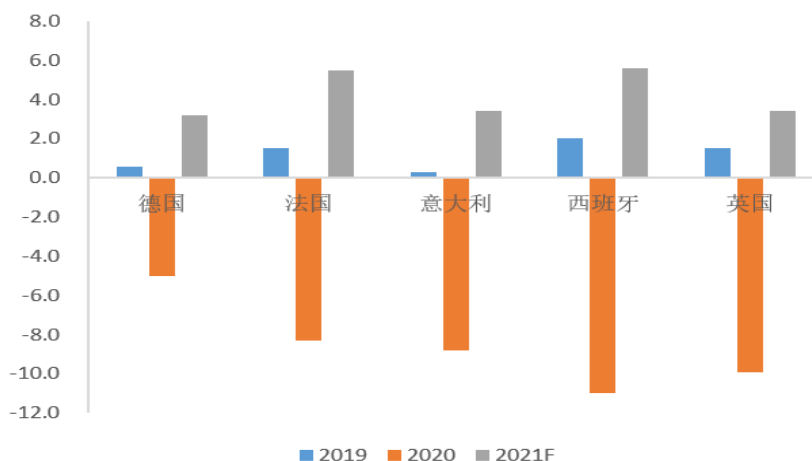
城措施，包括停工、关闭学校以及暂停各种文化体育活动等，严重影响了包括旅游活动在内的消费及投资，而疫情导致的全球经济萎缩和封锁措施使得各成员国出口受阻，2020年一季度和二季度欧盟经济环比分别萎缩3.3%和11.4%，达到1995年有数据以来的新低。6月开始，欧洲疫情得到初步控制、限制性措施基本解除带动欧盟复产复工，叠加欧洲宽松的货币政策和激进的财政政策，三季度欧盟经济快速反弹，环比增速为11.5%，但同比仍萎缩4.2%。8月开始，欧洲爆发了第二波疫情，且持续时间和确诊数量均高于第一波疫情。欧洲多国在第二波疫情冲击下于10月重新采取限制性措施，经济活动受到进一步干扰，四季度欧盟经济环比萎缩0.5%。

2021年，欧盟经济在大规模刺激措施的支持下将呈现复苏态势，但仍面临疫情控制不力带来的不确定性。首先，大规模的经济刺激有利于欧盟经济的复苏。2020年12月欧盟最终达成了有史以来规模最大的经济刺激计划，包括1.07万亿欧元的中期预算，以及由3900亿欧元赠款和3600亿欧元低息贷款组成的欧盟复苏基金；此外，德国、法国、意大利等欧盟主要成员国纷纷出台经济支持措施以减少疫情对关键行业的冲击。大规模的经济刺激计划一方面能够缓释疫情的冲击，另一方面将引领包括绿色经济和数字经济发展在内的战略产业，为经济长期增长奠定基础。其次，欧央行持续宽松的货币政策能够降低政府和企业的融资成本，支持资金流动以鼓励投资，进而促进经济增长。再次，欧盟劳动力市场相对稳定，失业率维持相对低位、工资水平疫情下仍有所上涨，预计居民消费将有助于欧盟经济企稳向好。考虑到以上因素叠加低基数效应，2021年欧盟经济增长有望达到4%。然而，欧盟经济复苏仍面临疫情控制情况带来的不确定性。目前欧盟疫情仍在持续，多国单日新增病例数仍在5000以上，且疫苗接种速度不及预期，或导致欧盟延长封锁时间，进而抬升经济面临的风险。此外，欧盟经济较为依赖于服务业，其中疫情对零售、运输、餐饮、旅游等重点行业影响较大，而在疫情持续蔓延的背景下这些行业将持续受到冲击，进而降低欧盟经济的恢复速度。

疫情和脱欧的双重打击导致英国经济衰退程度高于欧盟，而复苏程度或低于欧盟。英国脱欧事件影响了其进出口、消费和投资前景，经济陷入低迷；而新冠疫情在英国的爆发加剧了消费和投资受到的冲击，导致英国经济陷入严重衰退，2020年一季度和二季度经济环比下降3%和18.8%；三季度在复产复工、财政和货币政策的刺激下经济增速达到16%，但四季度在二次疫情爆发的情况下经济再度陷入衰退，全年经济衰退幅度达到9.9%，远高于德国和法国等欧盟主要经济体。2021年，英国经济有望实现复苏，但程度预计将低于欧盟。英国接种疫苗速度快于欧盟经济体，同时英国实施的大规模经济刺激计划有利于英国经济的复苏。然而，英国政府的疫情封锁措施较为严格，导致商业活动受到影响，并对更加依赖服务

业的英国经济产生严重冲击。此外，尽管2020年末英国和欧盟签订了自由贸易协定，但双方的贸易便利性有所降低。同时脱欧协议缺乏服务业相关内容，将对英国经济支柱金融业产生负面影响，拖累英国经济复苏步伐，预计2021年英国经济增速将在3.5%以下。

图5：2019-2021年欧洲主要经济体经济增速



总体来看，欧盟作为新冠疫情的重灾区，受到疫情影响较为严重，2020年全年经济衰退幅度达到6.4%，而英国在疫情和脱欧事件的打击下经济衰退幅度高于欧盟。为应对疫情，欧盟和英国均出台了大规模的经济刺激计划，叠加宽松的货币政策，降低了疫情对于经济基本面的影响。展望2021年，受益于消费企稳和大规模的经济刺激政策，欧盟经济将呈现复苏态势，经济增速有望达到4%，但仍面临疫情进程的不确定性。英国经济在疫苗接种速度较快和刺激政策的传导下将呈现复苏态势，但受国内疫情蔓延叠加脱欧事件的持续冲击拖累，英国经济复苏水平将低于欧盟。从全球经济格局来看，2020年中国首次超越美国成为欧盟的第一大贸易伙伴，叠加中欧全面投资协定的签署，预计中国和欧盟之间的经贸往来将更加密切，双边投资规模有望增长；而欧盟与美国和英国的双边贸易规模明显下降，未来增长潜力相对较低，欧盟与中国、美国和英国的经贸格局面临调整。此外，尽管2020年疫情对于欧盟经济造成严重冲击，且在疫情初期欧盟内部发生了一定的分歧，但欧盟内部经历了疫情和脱欧事件的考验仍致力于维护团结，欧洲一体化仍是欧盟发展的趋势。

疫情冲击加剧了日本加税以来的经济衰退形势，2021 年日本经济复苏将主要取决于常态化疫情影响下内需的反弹

2020年，日本经济遭受疫情重创大幅萎缩。受紧急状态解除叠加大规模刺激措施影响，日本经济自三季度起逐步从深跌中复苏，但年底尚未恢复至疫情前的

水平。受新冠疫情冲击，2020年日本经济进一步衰退，实际GDP大幅下降4.8%²。从需求端来看，疫情延长了由2019年上调消费税所引发的内需恶化的表现，2020年个人消费同比减少5.9%；受业绩恶化、经济前景不明影响，前三季度企业投资意愿持续低迷，四季度受全球需求前景向好及疫苗进程的良好预期等因素影响，设备投资由降转升，全年整体设备投资下降5.8%；而受全球需求大幅下降影响，2020年日本全年出口同比下降12.3%。整体而言，2020年内需拖累日本经济增长3.8个百分点，外需拖累经济增长1.0个百分点，中国等主要出口市场的迅速复苏使日本经济避免了更大程度的下滑。

日本年内推出大规模财政刺激措施及超宽松货币政策以应对疫情冲击。鉴于疫情发展的不确定性和低通胀的持续，为促进经济复苏，日本央行料将延续超宽松货币政策。日本政府年内三次打出财政“组合拳”以对冲疫情影响。若第三次补充预算案通过国会审议，2020年度日本经济刺激计划总规模将超过300万亿日元，同时政府年度预算总额将由当初的约102万亿日元增至约175万亿日元³。相较于前两轮措施，第三轮刺激计划⁴则更加针对疫后复苏，叠加2021财年再创新高的财政预算，将推动日本快速复苏。为应对疫情冲击，日本央行采取了超宽松货币政策。鉴于疫情前日本利率已处于极低水平，此次政策重点为提高银行向私人部门的借贷意愿及降低企业融资成本。尽管负利率环境使日本银行业净利润大幅下降，但在欧美持续宽松的背景下，2021年日本央行大规模缩减QE的可能性较低。

尽管2020年第三、四季度日本经济实现连续复苏，且当前出口及投资回升态势明显，但日本经济前景仍受到新冠疫情压制，全面复苏的进程将取决于未来内需的改善情况。从相关经济数据来看，日本10月-12月核心机械订单额⁵持续环比上升⁶，第四季度整体环比增加16.8%，企业支出快速回升的希望有所提升；同时，得益于中国经济的快速复苏，日本近两月出口恢复速度较快，1月出口同比增长6.4%，较2020年12月2%的增速有所加快，出口呈现向好态势。预期欧洲等主要出口国经济的逐步回暖，及拜登政府上台后美国消费的复苏和相较于特朗普时期不确定性的降低将有利于日本出口；但消费方面，受制于2021年1月初紧急状态的重启及2月局部地区时限的再延长，第一季度消费尤其是服务业支出的下滑将不可避免，并致使第一季度经济再现萎缩。2021全年，日本整体消费提振的情况将受疫情防控及疫苗进展的影响，在疫苗全面普及和消费者信心恢复前，个人消费的复苏将会放缓。

² 涉及2020全年度的统计值（全年GDP，个人消费、设备投资等增速）均为政府统计初值。

³ 三次经济刺激计划的规模分别为117.1万亿日元、117.1万亿日元和73.6万亿日元（等待国会审批）。其中，涉及财政支出的部分分别为25.7万亿日元、32.0万亿日元和约15.43万亿日元（第三次补充预算中追加的财政支出扣除了截至第二次补充预算积攒的新冠对策预备费等）。

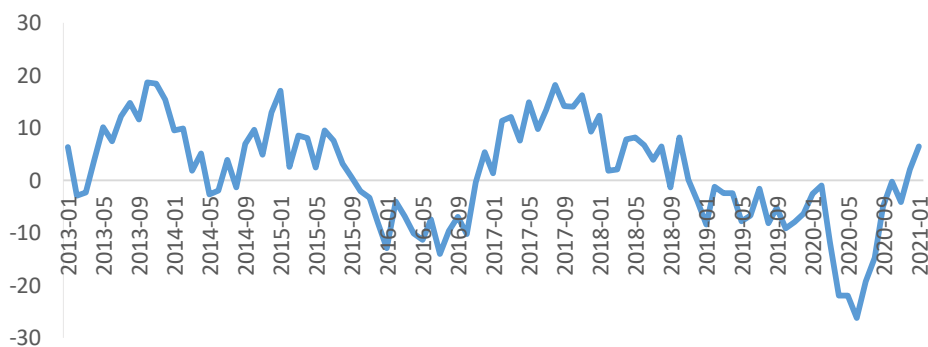
⁴ 第三轮一揽子计划将重点放在数字化、绿色技术的开发和供应链重组上，或将有效吸引私人投资、提高生产率进而推动经济复苏。

⁵ 日本机械订单统计数据基于政府对日本国内280家设备制造商的调查，反映企业今后6至9个月的设备投资动向，是日本民间设备投资的重要先行指标。

⁶ 10月环比增加17.1%、11月环比增加1.5%、12月环比增加5.2%。其中，12月制造业订单环比增加12.2%，非制造业订单环比增加4.3%。

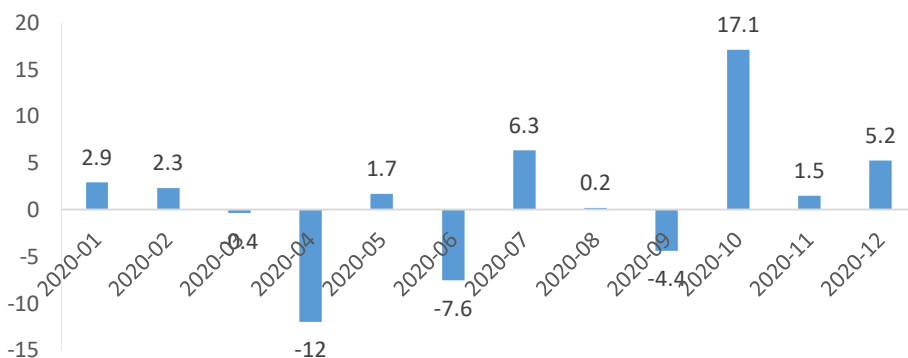
若3月紧急事态解除后内需有所好转，且下半年能够实现疫苗的大规模接种，叠加考虑第三轮大规模财政刺激计划和2021财年的创记录预算，预计2021年日本将实现3%左右的经济增长。但日本复苏仍面临一定的不确定因素。首先，当前日本疫情尚未得到有效控制且疫苗供应和接种计划存在一定的不确定性。受制于国内严格的疫苗审核机制，日本疫苗接种晚于全球大部分国家⁷，而欧盟对疫苗出口管制⁸的加强也将对日本疫苗的接种计划产生一定的影响；其次，在多国重启封锁且海内外疫情仍较严峻的情况下，东京奥运会闭门举办或取消的可能性有所提升。若最终奥运会未能顺利举行，将影响市场信心及经济预期；另外，2021年是日本大选之年，疫情的防控左右着首相菅义伟的处境。目前因疫情防控不力，1月民调结果显示菅义伟内阁支持率已大幅下降至33%。若未来支持率持续走低则不排除提前举行大选的可能，而政权的变动将对政策延续和政治稳定性产生显著影响。同时拜登上台后，如何平衡中日美关系仍然是日本面临的重要课题。

图 6：日本出口金额同比增幅的变动情况（%）



数据来源：Choice, 中诚信整理

图 7：日本核心机械订单额环比变动情况（%）



数据来源：<https://zh.tradingeconomics.com>, 中诚信整理

⁷2020年2月17日正式开启新冠疫苗接种

⁸欧盟1月29日宣布将实施“疫苗出口透明机制”。该机制要求所有在欧盟境内生产疫苗的公司，在向欧盟以外出口疫苗时需获得许可。

新兴市场和发展中国家受冲击程度及疫后复苏进程显著分化

新兴市场和发展中国家在疫情冲击下的经济表现和疫后复苏出现明显分化。首先，新兴市场和发展中国家疫情整体好转，但国家间疫情形势有所分化；其次，由于经济结构以及对外需依赖程度的不同，各经济体受疫情冲击的程度和复苏的进程也存在差异；此外，财政基础实力的差别导致各经济体抵御疫情冲击、刺激经济复苏的能力不尽相同。最后，部分国家由于政治风险加剧、结构性改革受阻，经济恢复的难度显著增加，而经济萎缩也进一步加剧了结构性矛盾的暴露及改革的难度，使其陷入经济萎缩与结构性矛盾交替影响的恶性循环。

新兴市场和发展中国家疫情整体好转，但国家间疫情形势有所分化。东南亚各国由于较早采取外防内控措施，确诊人数相对全球其他地区较少，目前大部分地区疫情已基本得到控制，印尼、菲律宾疫情持续改善。而在同样较早采取严格的封锁措施及其他得当的防疫举措的中亚地区，疫情亦未形成大规模爆发。由于缺乏强有力的隔离措施以及居民防疫意识较差，拉美和南亚地区成为此次疫情的重灾区，拉美和加勒比地区累计新冠确诊病例日前超过 2000 万例，其中巴西和秘鲁是疫情相对严重，目前累计新冠确诊病例超过 1000 万例，新增确诊尚未出现明显好转；而南亚方面，印度确诊人数自 2020 年 9 月初超过巴西，至今仍排名全球第二。截至目前，拉美和南亚地区的局部封锁仍在持续且多地疫情出现反复，疫苗接种范围仍然有限。

由于经济结构以及对外需依赖程度的不同，各新兴市场和发展中国家受疫情冲击的程度存在差异。经济结构较为单一、支柱产业为旅游业的国家如马尔代夫和斯里兰卡，受疫情封锁影响，经济普遍遭受较大冲击，恢复程度仍取决于全球疫情防控进展。旅游收入约占马尔代夫 GDP 的 60%，持续 4 个月的边境封锁使其 2020 年入境旅客量骤减 70%，全年经济下滑 18.6%；旅游业对斯里兰卡 GDP 的直接贡献率为 4%，且能有效带动众多当地相关产业的消费，间接溢出效应较大。斯里兰卡旅游业还未完全从 2019 年恐袭冲击中恢复、2020 年因疫情再次遭受重创，全年 GDP 预计萎缩 4.6%。中东北非产油国、俄罗斯和中亚大宗商品出口类国家则受全球需求下滑影响较大，但经济结构相对多元且政府刺激力度较大的国家相对受影响较小。中东和北非国家受到疫情和油价暴跌的双重打击，经济活动来看，在全球工业活动骤减和供应链中断的背景下石油领域遭遇需求冲击，服务需求下行亦打击了如旅游业和娱乐业等非石油经济领域的新兴行业。而俄罗斯尽管油气出口收入减少 40%，且出口、投资活动和消费需求都因疫情而暴跌，但稳定的金融体系和国有企业在经济中的主导地位提供了缓冲，同时政府针对居民收入和企业营收采取的反危机扶持措施也遏制了经济大幅下滑并提振了复苏进程。而中亚

部分国家如乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦和土库曼斯坦等国虽然同样受到油价急跌冲击,但经济刺激计划的实施和非石油部门的支撑则帮助这些国家在 2020 年实现了不同程度的正增长。例如,乌兹别克斯坦政府进行大量资本支出以拉动经济,同时保持关键基础设施建设全年稳定运转,叠加复工复产节奏较快,该国的农业和建筑业的良好发展弥补了部分行业下滑造成的损失。另外,乌出口结构相对多元、对商品价格周期的弹性较强,大量的黄金生产和储备也减缓了疫情对经济的影响。南亚和东南亚的工业制成品出口类国家大多受到外需下滑的影响,出口数据降幅明显,经济出现不同程度的萎缩,但个别国家如越南得益于较好的疫情防控形势和承接中国制造业的转移,经济逆势上扬。南亚和东南亚国家的工业制成品出口对 GDP 贡献率较高,以孟加拉国为例,以低价服装出口为主的成衣出口对 GDP 的贡献率高达 8.5%,但在疫情期间来自欧美的服装出口订单骤降 18%,行业增长显著放缓,对长期经济稳定高速增长孟加拉国构成较大短期冲击。形成鲜明对比的是,越南同为工业制成品出口国,得益于政府对疫情的良好控制和较早恢复经济活动,且主要贸易伙伴中国的经济企稳复苏较早,出口逆势上涨。此外,越南通过近年来与多个国家和地区积极签订贸易协议,以及在中美贸易战之际加速美国市场开拓并承接中国加工制造业的转移,越南货物贸易顺差逆势增长,经济实现正增长,成为世界和地区经济增长中的亮点。部分经济发展依赖内需、经济结构中服务业占比较高的国家受疫情冲击也较大。巴西的经济结构虽然与欧美发达国家接近、服务业占比较高,但工业基础相对薄弱。受到疫情的严重冲击以及大宗商品价格下跌等影响,巴西经济陷入衰退,2020 年底失业率攀升至 14%以上,民生和财政等多层次风险持续发酵,导致疫情后反弹动能不足。三产占比与发达国家类似的土耳其虽然呈现出服务业占主体地位的特征,但存在着生产率较低、经济深度不足和劳动力市场缺乏灵活性等问题。2020 年初,土耳其经济基本延续了上年的再平衡通道,但随后新冠疫情的扩散和反弹制约了经济复苏的动能,同时全球疫情蔓延及土耳其地缘政治风险上升驱动里拉大幅贬值,造成经济表现波动性加大。印度经济结构中服务业占比高达 80%。作为全球第二人口大国,庞大的国内市场为其经济提供了强劲的需求型增长动能,但占国内消费近半的农村低收入人群持续面临巨大的家庭财务压力,疫情爆发加剧了印度内需的下滑态势,长时间的经济活动停滞令印度经济陷入显著萎缩,2020 财年其 GDP 大幅下滑近 10%。

由于财政基础实力的差异,各新兴市场经济体抵御疫情冲击、刺激经济复苏的能力也不尽相同。中东北非各产油国、东南亚和中东欧国家在疫情来袭前财政实力相对较强,应对疫情冲击的财政空间相对充裕,在疫情爆发下迅速采取的刺激措施有助于缓解疫情对经济的冲击。以中东北非产油国为例,在油价高企时期

各国积累了较为充足的财政储备，且长年以来保持较低的公共债务率，部分国家实施的财政改革也一定程度上缓解了国家财政对油价下跌的脆弱性。虽然 2020 年石油出口收入剧减、经济增速跌入负值，但充足的外汇储备可助力各产油国填补经常账户缺口，在稳健的资产负债表的支撑下政府仍然能从国内外资本市场和财政储备中获得充足的流动性来源，进而保持财政灵活性和经济回暖空间。考虑到 2020 下半年来原油出口已步入反弹通道，而在商业活动增加、复工率提高、出口较快回升的带动下非石油部门重拾增长动能，2021 年产油国经济复苏前景较为明朗。与此形成鲜明对比的是，在疫情爆发前财政基础较差、对外资依赖度较高的国家，财政实力受到疫情冲击普遍恶化，部分国家债务可持续性下降，再融资风险激增，经济脆弱性加剧，复苏前景受到制约。长期以来，南亚和拉美的部分国家经济和财政基础较为薄弱、对外资依赖度高，疫情显著加剧了其经济和财政困境，部分国家甚至面临主权债务违约风险。其中，老挝和斯里兰卡由于财政实力较弱，长期面临双赤字问题，且国内资本市场规模较小，融资渠道以国际资本市场借贷为主，利息占政府收入的比例和外债占政府总债务的比例均较高，再融资需求很大。疫情冲击一方面中断了两国经济发展、财政改革的进程，急剧加大了经济下行压力；另一方面由于融资渠道收紧、汇率贬值及资本外逃等问题，外储下滑严重，而短期内面临大量短期外债还本付息压力使得两国债务流动性风险激增。阿根廷长期面临经济波动、高通胀及货币贬值等问题，此次疫情加剧了阿根廷经济的脆弱性，在疫情冲击下阿根廷发生第九次主权债务违约，目前阿根廷政府已与国际债权人达成债务重组协议，但阿根廷主权债务水平难以持续。

部分新兴市场和发展中国家由于政治风险加剧、结构性改革受阻，经济恢复的难度显著增加，而经济萎缩也进一步加剧了结构性矛盾及改革的难度，使其陷入经济萎缩与结构性矛盾交替影响的恶性循环。在最高领导人换届选举后，缅甸、白俄罗斯和吉尔吉斯斯坦等国均爆发了大规模的政治动荡并伴随游行示威活动，引发了国际社会的舆论压力甚至制裁。目前，吉尔吉斯斯坦已重新举行选举，但较低的投票率表明政治稳定方面仍存在一定不确定性；而缅甸和白俄罗斯两国的抗议活动仍在持续，政府和反对者陷入僵持状态，这无疑将影响投资者信心和外资流入，为两国在后疫情时代的经济复苏蒙上阴影。而由疫情引发的经济大幅萎缩也加剧了部分国家经济社会的结构性矛盾，使得改革难度大幅增加，甚至引发民粹主义抬头。例如，印度政府严重受限于政策空间狭小，无力为国内疫情防控和经济发展提供有效纾困。因此，莫迪政府一方面推出“自力更生”政策、农业改革、劳动法改革等措施，但这些政策的落实均面临极大的挑战，印度农民抗议已持续近半年；同时，国内民粹主义抬头，为转移国内矛盾和抗疫压力，莫迪政府持续在边界制造摩擦。部分国家如巴西和南非在疫情爆发前已处于改革深水区，

疫情冲击使得改革实施更具挑战性，经济复苏的周期显著延长。巴西方面，2019年起推进的养老金改革议程由于政府和国会优先考虑应对疫情而被推迟，改革议程的延后使得巴西的财政实力在一段时期内较难得到提升。2020年巴西经济萎缩将近6%，且大规模的经济刺激计划进一步推升了财政赤字率，公共债务的GDP占比高达百分之百。2021年1月初，巴西总统博尔索纳罗对外宣布国家破产。鉴于目前巴西疫情形势严峻且财政债务压力攀升，预计2021年经济将反弹3%左右，力度相对偏弱。在疫情爆发前，南非经济发展持续面临贫富差距大、高失业率和电力短缺等问题。新政府上台后贫富差距和种族问题改进缓慢、结构性障碍未得到解决，2019年以来经济动能进一步趋弱，新冠危机暴露并加剧了南非长期存在的经济和社会制约，使改革推进更具挑战性，并对中期增长构成进一步风险，继2020全年GDP萎缩7.5%后，在低基数效应的作用下预计南非2021年经济将小幅反弹2.8%左右，而要恢复至疫情前的水平则需要数年时间。

总体来看，新兴市场和发展中国家在疫情冲击下的经济表现和疫后复苏明显分化。大部分东南亚和中亚出口导向型国家受到疫情冲击和外需下降的影响，经济出现不同程度的下滑，但随着区域内疫情已基本得到控制，叠加刺激政策的延续和全球需求的回暖，经济有望进一步复苏，预计2021年东南亚和中亚经济将分别反弹5.5%和5%，高于世界平均水平。中东北非地区由于整体财政实力较强、应对疫情冲击的财政空间相对充裕，在疫情爆发下迅速采取的刺激措施有助于缓解疫情对经济的冲击，2021年随着石油出口的回升和非石油部门的持续增长，该地区经济有望迎来3%左右的温和复苏。此外，尽管疫情导致俄罗斯石油出口收入大幅减少、经济有所萎缩，但稳定的金融体系和政府采取的刺激政策及时遏制了经济进一步下滑并提振了复苏进程，预计2021年俄罗斯经济将反弹约3%。而南非在疫情爆发前已处于改革深水区，疫情加剧了长期存在的经济和社会制约，使得改革更具挑战性，经济水平将花费数年才得以恢复至疫情前的水平。拉美目前仍是疫情的重灾区，且拉美地区长期面临经济波动、高通胀及货币贬值等问题，疫情加剧了拉美地区经济的脆弱性，民生和财政等多层次风险因素持续发酵，导致疫情后反弹动能不足，预计2021年拉美经济将反弹4%，低于世界平均水平。南亚目前也处于疫情爆发的震中，预计2021年上半年仍将保持相对严格的管控措施。南亚区域国家普遍基础实力较弱、债务负担较高，疫情冲击下受国内经济活动大规模中断、国际贸易环境大幅恶化、重要改革项目被迫脱轨、财政支出进一步攀升等因素的影响，经济全面陷入衰退，区域整体萎缩6.7%，同时各国财政实力普遍进一步恶化。展望2021年，南亚国家普遍将难以采取有效的刺激政策在短期内迅速恢复经济，预计经济将反弹3.3%，显著低于世界平均水平。此外，各新兴市场区域内部的分化亦在加剧。在东南亚区域，疫情控制良好、经济结构多元

化且财政空间相对充足的国家经济弹性较强,如越南 2020 年受疫情冲击明显较小,货物贸易顺差逆势增长带动经济实现正增长,2021 年经济动能将进一步发挥;而区域内疫情仍未得到有效控制或财政实力较弱、外部脆弱性较高的国家的经济反弹动能将显著趋弱,如老挝、缅甸等国。大宗商品出口国由于经济结构多元化程度的不同,以及自身财政外储积累的不同,在疫后的复苏和发展前景方面也呈现出较大的分化。以原油出口为主、经济结构相对单一的国家面临的冲击相对较大,如沙特、科威特等国。而非石油经济相对发达、经济财政具备韧性的国家受到的冲击较小,如俄罗斯、乌兹别克斯坦等国。此外,部分区域大国由于普遍陷入结构性改革困境与经济萎缩的恶性循环,经济复苏前景堪忧,恢复周期漫长或导致区域内格局的显著分化,如巴西、南非等国。

疫情将加速全球经济政治格局的分化与重组

总体而言,随着疫苗的逐步落地以及政策的持续性支持,预计2021年全球经济将实现复苏,但由于各国自身经济结构、疫情前发展趋势、政策空间及改革进程的不同,疫情后各经济体的复苏进程将呈现分化态势。随着全球疫苗接种进入加速期,1月中下旬,全球新增确诊病例出现明显下行趋势。在基准情境之下新冠疫情有望在2021年下半年基本得到控制,随着疫苗全面接种以及政策刺激逐渐奏效,全球经济或将在2021年下半年加速复苏。需要注意的是,疫情的后续发展仍存在不确定性,疫苗的普及率和有效性是决定恢复程度的基础要件。与此同时,各国的复苏势头或将出现明显差异,主要取决于医疗干预的普及程度、政策支持措施的有效性、疫情前发展趋势、政策空间及改革进程等因素。发达国家普遍采取了大规模的刺激政策,且在疫苗研发和普及上存在优势,预计发达国家整体复苏速度将先于新兴市场和发展中国家。随着疫苗接种加速以及大规模刺激政策的落地,预计2021年美日欧经济将逐步复苏。目前美国经济复苏具备一定支撑,有望于2021年下半年收复疫情带来的经济损失;欧盟经济将缓慢复苏,增速预计在5%以下,疫情和脱欧的双重打击导致英国经济衰退程度高于欧盟;日本经济自三季度起逐步从深度跌势中复苏,但内需依然疲软,复苏程度料将非常温和。新兴市场和发展中国家在疫情冲击下的经济表现和疫后复苏明显分化。由于经济结构以及对外需依赖程度的不同,各新兴经济体受疫情冲击的程度和复苏进程也存在差异;此外,财政基础实力的差别导致各新兴市场经济体抵御疫情冲击、刺激经济复苏的能力不尽相同。分区域来看,东南亚和中亚地区随着疫情已基本得到控制,叠加刺激政策的延续和全球需求的回暖,预计2021年经济将分别反弹5.5%和5%,高于世界平均水平;中东和北非地区财政实力较强,2021年随着石油出口的回升和非石油部门的持续增长,该地区经济有望迎来3%左右的温和复苏。拉美和

南亚地区经济普遍基础实力较弱，债务负担较高，且部分国家结构性改革受阻，导致疫情后反弹动能不足，预计2021年将反弹4%和3.3%，低于世界平均水平。

2021年，全球范围内的超宽松货币政策仍将持续，叠加大规模的财政刺激，全球债务水平将维持高位，从债务角度需重点关注疫情前已进入经济放缓通道、政策空间不足且外部风险敞口较大的国家。预计2021年，全球主要央行将维持宽松基调，同时，发达国家普遍推出了大规模的财政刺激政策，短期内财政刺激不会退出，导致各国的财政赤字和债务水平普遍攀升，而上升幅度或较2020年有所下降。发达经济体的融资环境预计将大致维持在当前水平，新兴市场和发展中经济体的融资环境将逐步改善，但内部将出现明显分化。对于经济基本面较好且在疫情中恢复较快的新兴市场和发展中国家而言，宽松的外部环境有利于其在国际市场融资以帮助经济企稳复苏，同时对外部风险及债务风险的缓释起到积极作用；而对于疫情前已进入经济放缓通道、政策空间不足同时外部风险敞口较大的国家，债务负担持续加重或引发新一轮主权债务危机。个别本身债务风险高的国家外部融资环境仍旧受限，例如斯里兰卡短期及中期外部压力仍然很大，主权债券融资渠道仍不畅通；由于债务成本高企、复苏动能薄弱，南非和巴西等国家发生主权债务危机的风险正在上升。

宽松政策在短期内对全球金融市场起到明显提振作用，但在长期内不利于全球金融市场的稳定性。2020年以来全球范围内融资环境显著宽松。利率大幅下调、流动性宽裕、以及发达国家货币政策宽松向亚洲的溢出效应均有效压低了融资成本，宽松政策下市场风险偏好明显上行，金融市场短期内也因此受益。但与此同时，美联储的大放水导致美债加速攀升，并将在更长期限内逐步削弱美元实力，引发投资者对于美元中长期地位的担忧，对于全球金融系统的稳定性带来一定冲击。目前全球疫情虽已出现拐点，但欧美市场仍未完全度过危机、美元流动性紧张尚未真正解除，新兴市场增长前景随时面临重估，伴随投资者对脆弱的新兴市场经济体重新定价风险，资金流向会表现出更明显的偏向性，其中基本面薄弱的新兴市场经济体仍面临较高的外部风险，如南非、乌克兰、阿根廷、土耳其等国在疫情冲击下整体风险较为突出、汇率贬值压力较大，一旦金融市场流动性压力增加，对外偿付风险将快速攀升。同时，随着信用风险上升、银行资产质量及盈利能力处于下行通道，全球银行业风险亦值得关注。未来几年内，发达国家银行的ROE将显著下降，到2025年，在低利率国家中，将有60%的银行ROE降至4%。随着资产质量以及盈利能力的下降，银行业风险将偏向上行。

在全球政治格局日益复杂、中美对峙格局常态化的大背景下，疫情加速了全球地缘政治格局的重塑，同时需警惕部分国家政治风险上升带来的不确定性。2020年，新冠疫情取代贸易争端和政治不确定性，成为全球核心的系统性风险。

年末拜登获选总统以及英国达成脱欧协定部分降低了地缘政治的不确定性。2021年成为全球经济渐进复苏的关键期,后疫情时代全球地缘政治格局面临重新调整。短期来看,拜登上台后以修复美国经济为首要任务,预计短期中美关系不会继续恶化;但就其外交思路而言,拜登将修复与传统盟友的关系以共同向中国施压,两党已达成对华强硬的共识。在此背景下,中美将延续竞争对抗格局的主基调,中美对峙具有长期性和日益严峻性。未来,中美欧之间由于政治和经济利益的相互牵制,竞争合作关系趋向复杂,相互牵制博弈的格局将延续,并成为疫情后主导全球地缘政治格局的主线。一方面,美欧之间的同盟关系在拜登上台后有望得到改善,而另一方面,中欧投资协定等战略性协议的签订将进一步加深中国与欧洲在经济上的依存度。中东方面,地缘风险仍然高居不下,2020年继美伊对抗升级以来,虽然域外大国在中东的地缘争夺能力与意愿均有一定减弱,但土耳其积极干预对外事务的态势延续,特朗普政府在促进阿以关系正常化的同时对伊朗极限施压持续,中东地区博弈主线正从二战以来主导的阿以冲突⁹转向阿以与伊朗和土耳其代理人间的较量¹⁰,地区阵营化对峙加剧的同时伊朗与反伊势力僵持加重,而2021年2月末拜登下令空袭叙利亚伊朗支持的民兵组织,造成伊核谈判进一步复杂化、中东地缘对抗又添阴影。此外,经济恢复周期的拉长也将进一步抬升部分国家的政治风险。疫情引发的经济和民生问题可能引发国内政治稳定性的下降,近期陆续出现了包括印度农民抗议活动、埃塞俄比亚内乱等政治事件。如果疫情的影响时间超出预期,或出现更多的内部治理不稳甚至地缘政治冲突,造成全球政治风险普遍抬升。

在全球贸易摩擦的大背景下,区域化贸易或成为全球贸易发展的新趋势,或为疫后各国经济复苏带来新动能。与特朗普的单边遏制、逆全球化的思想相比,拜登的贸易政策更具备多边主义的特点,但是其保护主义倾向不会消失。在此背景下,区域化贸易或成为全球贸易发展的新趋势。2020年以来,《美墨加三国协议》(USMCA)、《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)以及《中欧全面投资协定》(CAI)的签署有望推动区域间贸易往来稳步增长,为疫情后各国经济复苏带来新动能。2021年下半年发达国家经济复苏有望提速,将带动全球贸易量上升并推动出口导向性国家的复苏进程。2020年中国首次超越美国成为欧盟的第一大贸易伙伴,叠加《中欧全面投资协定》的签署,预计中国和欧盟之间的经贸往来将更加密切,双边投资规模有望增长;而欧盟与美国和英国的双边贸易规模明显下降,未来增长潜力相对较低,欧盟与中国、美国和英国的经贸格局面临调整。贸易摩擦和新冠疫情推助了国家和企业产业链转移的意愿,而贸易区域化发展或为

⁹ 即犹太国家以色列与中东伊斯兰国家间的冲突

¹⁰ 即海湾阿拉伯国家和以色列共同对抗伊朗和土耳其扶植的什叶派及穆兄会